

Az államadósság alakulása 2014 első félévében

szerző: Baksay Gergely, Kicsák Gergely

Az előzetes pénzügyi számlák adatközlés szerint a kormányzati szektor bruttó adóssága a GDP 85,1 százaléka volt 2014 második negyedévének végén. A félévi adat a várható éves folyamatokat nem pontosan tükrözi, ezért az alábbiakban az éves keretek között mutatjuk be az adósság alakulását, kiemelve azokat a tényezőket, amelyek meghatározták az adósság első félévi változását. E tényezők nagyobb része átmeneti, ezért az adósságráta év végére számottevően csökkenhet félévi mértékéhez képest. Az államadósság pontos alakulását azonban jelentősen és előre meg nem határozható mértékben befolyásolja – a még mindig jelentős devizaarány miatt – a forint árfolyamának alakulása.

Az államadósság változásának trendjét előre lehet jelezni, illetve visszamenőleg meg lehet magyarázni néhány főbb makrogazdasági változó: a növekedés, az infláció, a költségvetési hiány (az elsődleges egyenleg és a kamatteher), valamint az árfolyam alakulásával. Rövid távon azonban számottevően eltéríthetik az adósságot a fentiek által meghatározott pályától egyéb tényezők, például a finanszírozási folyamatok. Az államadósság ideji változásában is az adósságkezelés egyik aspektusa, az állam pénzügyi eszközeinek növekedése játszott a legnagyobb szerepet. Ennek megfelelően azt vizsgáljuk, hogy az adósság alakulását az első félévben legnagyobb mértékben befolyásoló tényezők közül a finanszírozási folyamatok, a költségvetési hiány és az árfolyam milyen hatást gyakorolt, és ezek alapján hogyan alakulhat az adósságráta a második félévben.

Az adósságráta 2014. első félévi alakulása

(1) Az **állami pénzügyi tartalékok felhalmozása** gyakorolta az első félévben a legnagyobb szerepet az adósság növekedésében. A központi költségvetés rendelkezésére álló forint- és devizabetétek összege jelentős mértékben, mintegy 1600 milliárd forinttal, a GDP 5,3 százalékával emelkedett a félév folyamán. Az állam jegybanknál vezetett számláján elhelyezett összeg így 2260 milliárd forintra nőtt az év eleji 750 milliárd forintról.

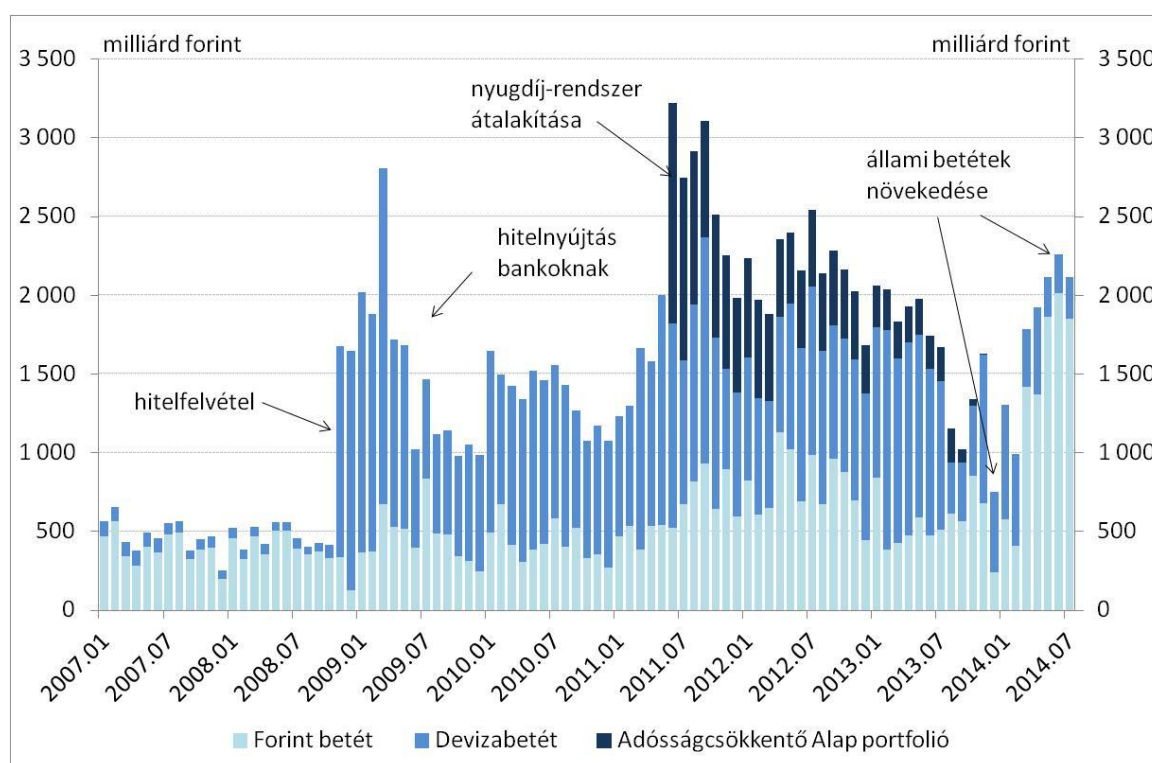
A betétek állományának növekedését a devizakötvény-kibocsátás és az első félév sikeres forint állampapír-aukciói tették lehetővé, amelyeken magas kereslettel és alacsony hozamokkal szembesülve az ÁKK rendre a felkínált mennyiségnél nagyobb összeget értékesített. Emellett a lakossági papírok állománya is emelkedett – előbb a kamatozó kincstárjegyeké, majd a Bónusz Magyar Államkötvényeké.

Az állampapírok iránti magas kereslet a második negyedévben jelentős részben az MNB önfinanszírozási programjából fakadt. Az önfinanszírozási program egyik célja az volt, hogy a jegybanki kéthetes kötvényben lévő likviditás egy részét az állampapír-piacra terelje. Az állami forint betétek alakulása összhangban van az önfinanszírozási program koncepciójával, várt

hatásmechanizmusával. Ennek első lépése, hogy a magasabb állampapír-piaci kereslet hatására az adósságkezelő emelheti forint kibocsátásait, ezáltal növelheti az állam forint eszközeit, ami átmenetileg magasabb államadósságot eredményez. A második lépésben viszont lehetővé válik az állam devizaadósságának forint forrásból történő törlesztése, ami az államadósság csökkenését fogja eredményezni. Összességében tehát a jegybank önfinanszírozási programja nem változtatja az államadósság szintjét, viszont azon belül emeli a hazai, forint adósság arányát.

Az első félévben az egész évre tervezett nettó állampapír-kibocsátás már túlteljesült, azaz a második félévben nettó értelemben várhatóan több adósságot fizet vissza a magyar állam, mint amennyit felvesz. Ez értelemszerűen az adósság – és az állami betétek - csökkenését jelenti, és ez a fő oka annak, hogy év végére a félévinél számottevően alacsonyabb adósságráta várható. Három jelentős lejárat esedékes a második félévben, amelyekre a finanszírozást az adósságkezelő már az első félévben biztosította, ami szintén ideiglenesen magasabb államadósságot eredményezett. Július végén törlesztett az adósságkezelő 1 milliárd euró értékű devizakötvényt, ősszel esedékes az Európai Bizottság felé fennálló hitel 2 milliárd eurós részletének törlesztése és augusztus 22-én jár le a nagy volumenű 2014/D sorozatjelű forint államkötvény.

1. ábra: Az állami betétek állománya



(2) A **költségvetési hiány orrnehez éven belüli lefutása** a második tényező, amely az államadósság első félévi növekedését okozta. A költségvetés bevételeinek és kiadásainak szezonálisából eredően az éves hiány nagy része az első félévben alakul ki. Szinte minden évben, így például 2012-ben és 2013-ban is a költségvetés első félévi hiánya a teljes éves deficit körülbelül 80 százaléka volt. Idén is hasonlóan alakulnak a költségvetési folyamatok: a központi államháztartás első félévi pénzforgalmi hiánya 814 milliárd forint volt, ami – a jelenleg ismert

folyamatok és bejelentések alapján – az MNB által becsült éves pénzforgalmi deficitnek körülbelül a háromnegyede. Így a második félévben az alacsonyabb hiány és a GDP további emelkedése mellett a költségvetési egyenlegről fakadó adóssághatás jelentősen csökkenhet.

(3) Végül az államadósság deviza részének átértékelődése is jelentős szerepet játszott az államadósság első félévi emelkedésében, mert az államadósságon belül a devizaadósság aránya még mindig 40 százalék körüli. A forintárfolyam az euróval szemben a 2013. év végi 297-es és az előző negyedév végi 307-es árfolyamhoz képest 310 forint/euróra gyengült a második negyedév végére. Az árfolyamváltozás az év végéhez képest a GDP 1,3 százalékával, míg az előző negyedévhez képest a GDP 0,2 százalékával növelte az adósságrátát. A forint-euró árfolyam 1 forintnyi elmozdulása mintegy 0,1 százalékponttal változtatja meg a GDP-arányos adósságrátát.

A fenti három tényező alapvetően az adósság nominális szintjét határozza meg, de az adósság GDP-arányos értékét természetesen maga a GDP is jelentősen befolyásolja. A korábban becsülnél magasabb első félévi gazdasági növekedés mérsékelte az adósságrátát, de a félévi nominális GDP-re KSH-adat még nem áll rendelkezésre, így részletesebben ezt a hatást nem vizsgáljuk.¹

Az adósságráta várható alakulása 2014-ben

A fentiek alapján a magas adósságráta átmeneti, elsősorban a finanszírozási folyamatokból eredő hatásokat tükröz, így a jelenleginél alacsonyabb államadósság-rátára számítunk 2014 végén – a tényleges érték azonban erőteljesen függ az árfolyam alakulásától. A második félévben nagymértékben hozzájárulhat az adósság csökkenéséhez, hogy nettó értelemben több adósságot törleszt a költségvetés, mint amennyi új állampapírt ki kell bocsátani. Ez az eddig felhalmozott állami betétek csökkenésével jár együtt: azt feltételezzük, hogy a betétek év végi állománya nagyjából a tavalyi szintjére süllyed.

A jegybank a júniusi inflációs jelentésében változatlan 2013. évi árfolyamszintet feltételezve a GDP 78,7 százalékára becsülte a 2014. végi adósságrátát. A Költségvetési Tanács által vizsgált adósságszabály szintén változatlan árfolyamon írja elő az év végi adósságráta csökkenését, ami mind a jegybank, mind a KT szerint teljesülhet a fegyelmezett költségvetési politika fennmaradása esetén. A tényleges adósságráta nagymértékben függ majd a december 31-én fennálló árfolyamtól, így arra megalapozott becslést tenni igen nehéz. A mai árfolyamszint mellett nagyjából a tavalyi év végi mértéke körül alakulhat a 2014 végi adósságráta. E becslések a júniusi inflációs jelentésben feltételezett makrogazdasági és költségvetési előrejelzésen alapulnak. Amennyiben a GDP reálnövekedése magasabb lesz az akkor feltételezett 2,9 százaléknál, az néhány tizeddel mérsékelné az adósságrátára vonatkozó prognózist.

¹ Ez inkább hosszabb folyamatokat bemutató elemzések tárgya lehet. A GDP-arányos bruttó államadósság 1998-2012 közötti meghatározó tényezőiről az MNB Szemlében 2013 októberében jelent meg [elemzés](#).